

## 季度报告-玉米

## Q2 替代供应接踵而至，Q3 不宜过度乐观

走势评级：

玉米：震荡

报告日期：

2024 年 3 月 29 日

## ★ 卖压之后，替代品压力接踵而至

(1) **糙米**：此前我们预计结转糙米将主要在玉米价格回升至糙米成本线之上之后，才自然流入市场，但近期传闻政策要求其在 Q2 提前释放，其中已销售的头寸提前出货的概率或较高。除供应压力前置外，这也意味着尚未销售的部分将以更低的价格流入市场。

(2) **小麦**：小麦恢复性增产的预期大概率能够兑现，中性假设下或有超过 **2000 万吨** 的新麦进入饲用，因交易预期和结转芽麦的释放，小麦的替代优势或将在 5-6 月提前出现，彼时单产基本形成定局；近期因食用需求持续趋弱，小麦的饲用优势正逐渐靠近平衡线。

(3) **大麦**：随着大麦进口连续半年保持高位，其对玉米需求的挤压已逐渐显现；此外，未来大麦或不仅有来源于澳麦放开后的结构性增量，还可能随着国际饲料粮总供应的宽松化，成为国际玉米向国内释放供应压力的突破口，月均进口或保持 **100 万吨** 以上。

## ★ 新季成本的降幅及传导性

新季地租显著下降的确定性较高，目前看吉、辽降幅或较高（近 30%），黑龙江降幅较小，新季成本有望下降超 **300 元/吨**。我们初步预计 24/25 年供需不会明显转紧，甚至或会继续小幅累库，在此前提下，预计成本降幅能较充分地传导至玉米价格上；即便今年地租降幅明显低于预期，预计也将以包地户利润继续受损来收场，而难以阻碍玉米价格下行，主因包地环节的利润需要周期性回归。

## ★ 价格展望及投资建议

二季度预计保持**偏弱震荡**，且考虑到补库需求仍在释放、增储政策符合预期、东北玉米卖压已大部分被消化，我们继续维持 Q2 低点高于年前的判断。**三季度**价格中枢预计继续环比**季节性小幅回暖**，但难以复现去年 7-8 月的上涨行情，一是期末库存预计同比偏松，二是新玉米大幅下跌的预期较强，持粮惜售心理也相应较弱。

**单边策略上**，07 合约中线可关注逢低做多机会，但空间较小，09 合约预计先强后弱，11 月及其之后的合约可关注长线沽空机会。

**套利策略上**，继续关注新旧年度合约间的正套机会，如 7-11、7-1、9-1 正套。

## ★ 风险提示

天气；小麦产情；政策调控；新玉米面积下降超预期等。

东方证券  
ORIENT SECURITIES

期货

方慧玲 首席分析师(农产品)

从业资格号：F3039861

投资咨询号：Z0010565

Tel: 8621-63325888-2737

Email: huiling.fang@orientfutures.com

联系人

杨云兰 高级分析师（农产品）

从业资格号：F03107631

Tel: 8621-63325888-4192

Email: yunlan.yang@orientfutures.com

## 主力合约行情走势图（玉米）



## 相关报告

从“先破后立”到周期回归\_20231218（年度）

能量原料的替代格局与平价关系\_20240315（深度）

玉米定价体系的重构与演化\_20230316（深度）

**重要事项：**本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

**有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。**

## 目录

1、市场回顾 .....	4
2、供应：卖压之后，替代品压力接踵而至 .....	4
2.1、结转糙米或提前释放，新陈小麦亦“虎视眈眈” .....	4
2.2、大麦或为国际饲料粮向国内释放供应压力的突破口 .....	7
3、需求 .....	9
4、新季种植成本的降幅及传导性 .....	10
5、价格展望及投资建议 .....	13
6、风险提示 .....	13

## 图表目录

图表 1: 玉米期现价格走势 .....	4
图表 2: 24/25 年度合约贴水于 23/24 年度 .....	4
图表 3: 中国小麦平衡表 (2024 年 3 月预测) .....	5
图表 4: 2024 年面粉开机率同比低位, 且节后持续下行 .....	6
图表 5: 面粉企业盈利良好 .....	6
图表 6: 春节后小麦价格持续下行 .....	6
图表 7: 小麦替代玉米的理论价格优势表现 .....	6
图表 8: 美玉米面积历史波动幅度 .....	7
图表 9: 从面积去化到库存去化通常需要时间 .....	7
图表 10: 美玉米平衡表 .....	8
图表 11: 国内大麦月度进口量 .....	9
图表 12: 国内主要能量谷物月度进口量及预测 .....	9
图表 13: 工业饲料产量同比开始下降 .....	10
图表 14: 生猪均重环比略有提升 .....	10
图表 15: 木薯淀粉-玉米淀粉价差回调有限 .....	10
图表 16: 深加工玉米消费量同比较高, 但低于春节前 .....	10
图表 17: 黑龙江种植成本降幅情景分析 .....	11
图表 18: 中国能量饲料原料总量 (2024 年 3 月预测) .....	12
图表 19: 中国玉米供需平衡表 (2024 年 3 月预测) .....	12

## 1、市场回顾

我们在去年年底的年度报告中指出，23/24 年度玉米预计“先破后立”，24/25 年度玉米预计主要受成本显著下降的引领，而中枢长期向下，这一观点目前已基本在业内形成共识，玉米期现价格及期货月差结构的表现目前也大体符合预期。期间，市场对政策及相关消息传闻展现出了较强的敏感性，单日震幅有所加大，但政策对价格的维护始终较为克制。

1 月中上旬，悲观情绪仍在蔓延，价格连续刷新 23/24 年内低点，市场对政策增储的量级与效果，总体信心不佳；春节前后，随着增储政策逐批落地以及渠道建库积极性的小幅提升，玉米经历了两轮小的反弹，但在并不乐观的长期预期下，这并未能为价格提供持续的上行动力；进入 3 月，在进口大麦连续数月保持高位、对玉米饲用需求的挤压显现，以及糙米提前出库的传闻等因素的影响下，玉米又转入了震荡趋弱的阶段。

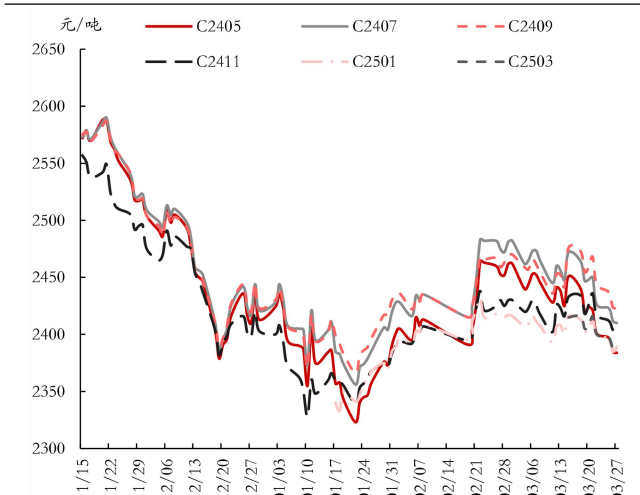
当前市场的疑问主要有二：1) 23/24 年度的价格是否还能继续修复，以及幅度大小；2) 24/25 年度的种植成本降幅，以及向价格的传导性。本报告将尝试回答这两个问题。

图表 1：玉米期现价格走势



资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

图表 2：24/25 年度合约贴水于 23/24 年度



资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

## 2、供应：卖压之后，替代品压力接踵而至

### 2.1、结转糙米或提前释放，新陈小麦亦“虎视眈眈”

#### 1、糙米

22/23 年度定向稻谷在 2023 年 8 月初-9 月末期间投放,按照其流入终端需要 1 个月的时间来预估,8 月底及其之后拍卖的稻谷预计都将结转至 23/24 年度,预估约 700-800 万吨;

这批结转稻谷的平均成交价约 1777 元/吨（东北地区），折算糙米成本约 2430 元/吨（按 79%出米率计算，考虑稻壳收入回补）。去年 9 月中旬之后玉米价格因新粮上市而持续下跌，今年 1 月初北港平舱价已跌至糙米理论成本之下。此前我们预计，剩余的结转糙米将主要在玉米价格充分修复之后，方才自然因替代优势而逐步流入市场，而这将最有可能发生在 24Q3；但 3 月中旬市场传闻国家要求剩余糙米加速出库，传闻需在 5 月底之前出库完毕，已销售但饲料厂未提货、以及尚未销售的库存合计超 400 万吨。其中已签订合同的部分考虑到违约风险，提前出货的可能性较高。当前北港玉米平舱价在 2400 元/吨左右震荡运行，提前出库不仅是供应压力前置，也意味着尚未销售的糙米需要以更低的价格流入市场，对全年价格中枢的利空影响或更大。

## 2、小麦

目前预计小麦长势整体良好，恢复性增产的预期大概率能够兑现。3 月下旬，2024 年冬小麦大部分已经进入了起身拔节期，在此前奠定穗数基础的分蘖期和越冬期，华北地区整体气温多数时间高于常年、土地墒情适宜，小麦预计未受冻害影响；未来主要关注 4 月-5 月中旬降水对粒数及粒重的影响，但在拥有灌溉条件的情况下，即便天气偏干，影响预计也不大。中性假设下，24/25 小麦年度或有超过 2000 万吨的小麦进入饲用。

图表 3：中国小麦平衡表（2024 年 3 月预测）

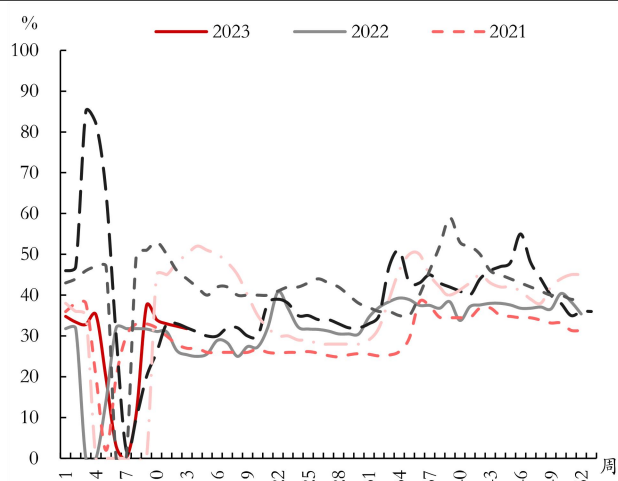
单位		20/21	21/22	22/23	23/24 E	24/25 F
万公顷	播种面积	2338	2357	2352	2352	2352
公斤/公顷	单产	5.74	5.73	5.84	5.49	5.63
万吨	产量	13425	13515	13728	12915	13251
	进口量	1043	952	1060	900	964
	食用消费	9180	9360	9380	9340	9340
	饲用消费	5230	3900	1700	4057	2100
	其它消费	1747	1784	1695	1710	1735
	出口量	2	2	2	2	2
	托市收购量	615	0	0	0	0
	临储拍卖量	4533	766	167	28	28
	市场结余	2227	187	2178	-1267	1065
	商业期初库存	7452	1844	500	2678	1411
	商业期末库存	1844	500	2678	1411	2476
	商业库消比	11%	3%	21%	9%	19%

注：23/24 年度产量同比变动主要以调研情况为基础进行预估；历史产量、食用量等参考粮油中心数据；22/23 年期末库存的评估主要基于草根调研数据。

资料来源：东证衍生品研究院

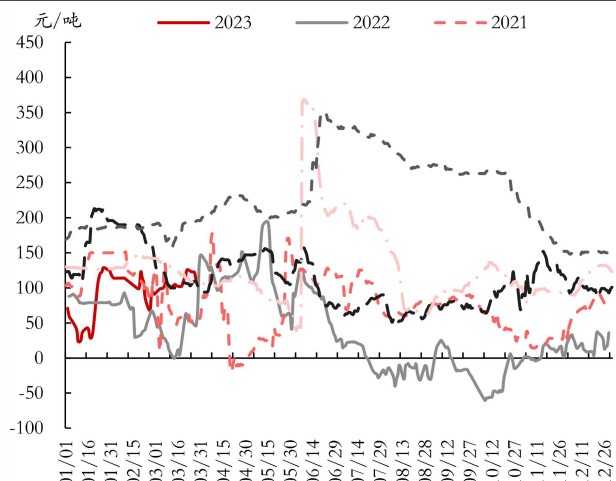
因恢复性增产预期和食用需求的趋弱，小麦的替代优势或将在 5-6 月提前出现。在 2023 年之前，规模较小的次级小麦的饲用，通常发生在新麦大量上市之后，即 6-8 月之间，此时小麦价格也通常偏弱，但市场总会在学习效应中逐渐抢跑，且新麦产情在 5 月底、6 月初也基本形成定局，上年的结转库存或会因此释放。今年春节之后小麦价格持续下行，小麦的饲用替代优势正逐渐向平衡线靠拢，主要是由于食用需求长期趋弱，面粉开机率处于历史同期较低水平，叠加消费淡季，开机环比持续下降，从面粉开机率的季节性表现看，食用消费预计在下半年才会有所转旺，二季度需求的弱势预计将持续；此外，豆粕现货价也有所上涨，且即将迎来天气炒作阶段，也有利于小麦替代玉米门槛的降低。

图表 4：2024 年面粉开机率同比低位，且节后持续下行



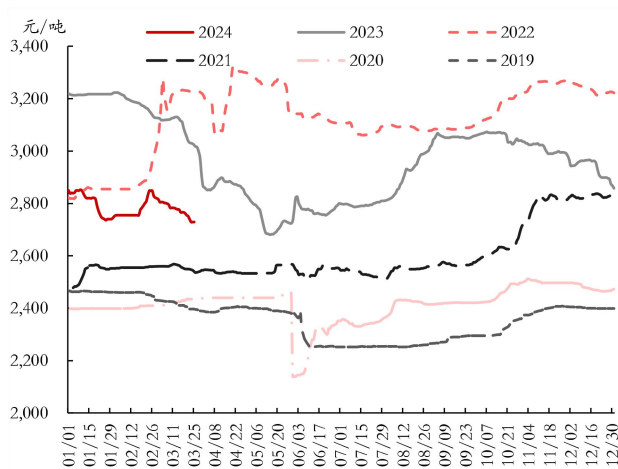
资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

图表 5：面粉企业盈利良好



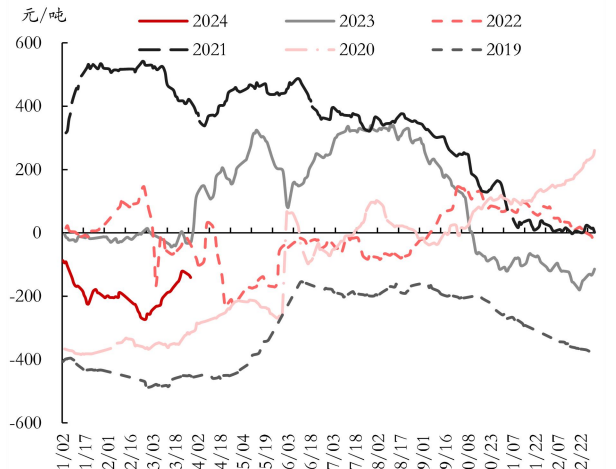
资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

图表 6：春节后小麦价格持续下行



资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

图表 7：小麦替代玉米的理论价格优势表现



资料来源：Myagric、东证衍生品研究院



## 2.2、大麦或为国际饲料粮向国内释放供应压力的突破口

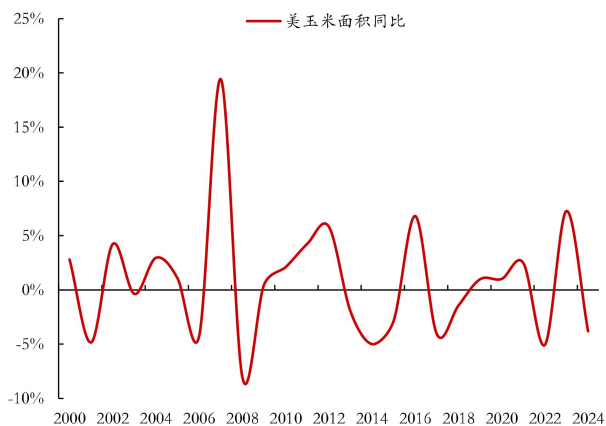
2024 年进口玉米的到港节奏或与 2023 年较为一致，即高峰或在 8 月之后。主要原因在于国内至今依然较为坚定地瞄准出口季节性显著的巴西玉米，对美玉米的采购较少，或是出于降低对单一国家进口依赖度的政策导向以及相关国企在巴西的基地优势，因此进口玉米 3-7 月期间处于到港淡季。且 23/24 年度全年进口量即便较高，预计也不会大幅超过 2000 万吨，前期进口量较高意味着分配给后期的配额或相对较少。但**今年全球玉米供应进一步宽松化，且我国已开放澳洲大麦进口，当国际饲料粮宽松的供应压力，在玉米上受到国内政策壁垒一定的阻挡时，或将转而冲击无配额限制的品种。**

### 1、24/25 年度全球玉米或进一步累库

23/24 年度，美玉米的累库已成定局，阿根廷恢复性增产显著的局面也难改，巴西产量虽尚有变数，但全球累库仍是大概率事件，在库消比已经较高的情况下，24/25 年度累库可能继续，只是累库速度或有所放缓。今年 2 月 USDA 的农业展望论坛预测，2024 年美玉米播种面积预计同比下降 3.8% 至 9100 万英亩，该降幅与历史上通常的面积去化幅度相近。但在正常的种植进度和天气的假设下，单产同比预计将明显提升，在国内消费和出口均温和增长的假设下，24/25 年的库存将达到 25.32 亿蒲，库消比将达到 05/06 年以来的最高水平 17.2%；若想要 24/25 年度停止累库，播种面积需要降至 8900 万英亩以下（其它假设不变），需要的同比降幅高达 6%；3 月 28 日 USDA 的种植意向报告发布，面积下调至 9003.6 万英亩，虽略低于市场预期，但平衡表继续累库的预期暂时未改。

参考历史，若无天气问题和显著的需求增量，面积和库存较难在一个作物年度内去化到位，2013-2015 年间，需求保持平稳，美玉米面积持续下降，但库消比仍在上行，只是速度放缓。

图表 8：美玉米面积历史波动幅度



资料来源：USDA、东证衍生品研究院

图表 9：从面积去化到库存去化通常需要时间



资料来源：USDA、东证衍生品研究院

图表 10: 美玉米平衡表

单位		20/21	21/22	22/23	23/24 E	24/25 (农业展望论坛预测)	24/25 (测算不累库对应的面积)
					3 月预估		
百万英亩	种植面积	90.7	93.3	88.6	94.6	91.0	89.0
	收获面积	82.3	85.3	79.1	86.5	83.1	81.3
蒲/英亩	单产	171.4	176.7	173.4	177.3	181.0	181.0
百万蒲	期初库存	1919	1235	1377	1360	2172	2172
	产量	14111	15074	13715	15342	15040	14711
	进口量	24	24	39	25	25	25
	总供给	16055	16333	15130	16727	17237	16908
	饲料消费	5607	5726	5549	5675	5750	5750
	食用、种用及工业	6467	6757	6558	6780	6805	6805
	燃料乙醇	5028	5320	5176	5375	5400	5400
	国内消费总计	12074	12483	12108	12455	12555	12555
	出口量	2747	2472	1661	2100	2150	2150
	总需求	14821	14956	13769	14555	14705	14705
	期末库存	1235	1377	1361	2172	2532	2203
	库消比	8.33%	9.21%	9.88%	14.92%	17.2%	15.0%

资料来源: USDA、东证衍生品研究院

## 2、全年大麦进口预期上调，月均进口或保持 100 万吨以上

此前我们判断 23/24 年度我国大麦进口量同比仅小幅增长且进口到港预计前高后低，主要是基于 USDA 对于全球及我国主要大麦进口来源国的库消比同比下降的预测，增量主要来源于国内开放澳洲大麦进口后，澳洲出口的国别结构上适当向中国倾斜、且时间结构上更多向前期倾斜。

但 24/25 年度美玉米预计继续累库，在玉米降价找需求的过程中，或也将挤压国际大麦的饲用需求。USDA 3 月已经将全球和澳洲大麦平衡表的库消比环比边际上调，但其主要来源于产量预期的上调，未来或还有因需求受挤压而边际下调的空间。自去年 8 月澳麦“双反”政策取消后，截至今年 2 月，我国的大麦进口到港已经连续 6 个月保持在 100 万吨以上，根据路透的航运数据，3 月到港预计仍将超 100 万吨，预计未来还将继续保持。

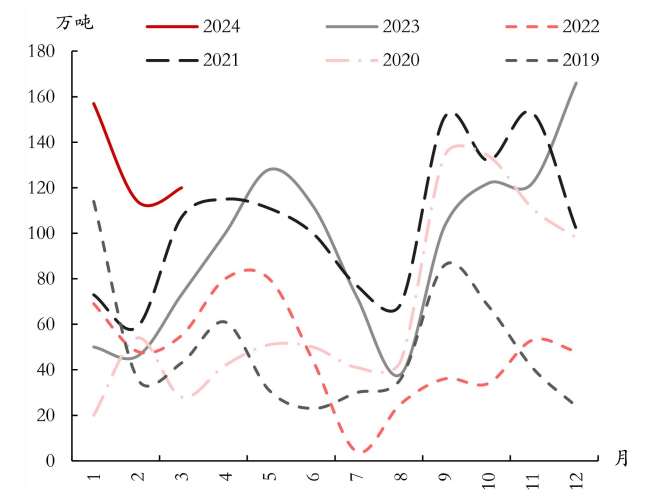
## 3、主要能量谷物总进口

主要能量谷物进口总量二季度环比季节性下降的预测目前仍保持不变，主要是玉米、小麦进口量环比下降，其中玉米在 8 月之后预计还有一定量的国企定向配额释放带来的增量，而小麦并无可规避 65% 配额外高关税的进口通道，2021-2023 年的小麦进口量超出配额，一是由于采购与到港的时差，二是上年未消耗的配额按规定可在次年年初继续使用。但 23/24 全年进口量预期的同比增幅因大麦而进一步上调，此外，三季度巴西出口旺季到



来、美玉米产量兑现后，是否会加剧国际饲料粮的供应压力，令国内大麦等杂粮进口再超预期，也存在不确定性。总体上，三季度供应环比改善的预期不变，但如同去年7-8月那样，因进口供应“远水解不了近渴”而出现软逼仓的局面或难以复现。

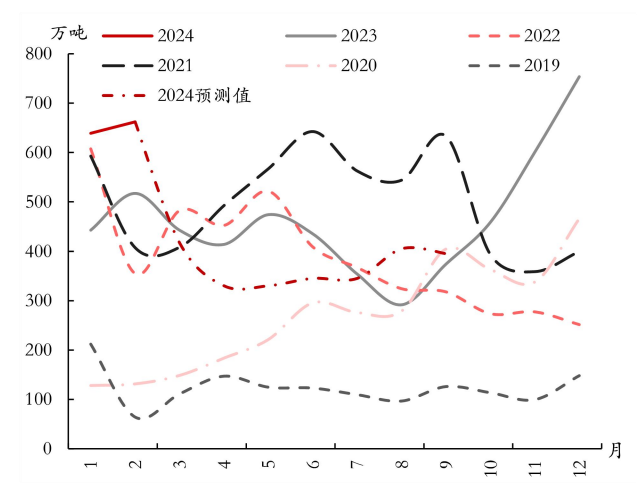
图表 11: 国内大麦月度进口量



注：2024 年 3 月数据为基于路透航运数据的预测值。

资料来源：海关总署、路透、东证衍生品研究院

图表 12: 国内主要能量谷物月度进口量及预测



注：以上进口数据包括玉米、小麦、大麦、高粱四种谷物；2024 年 3 月数据为基于路透航运数据的预测值，其后为笔者预测。

资料来源：海关总署、东证衍生品研究院

### 3、需求

#### 1、存栏预计驱动饲料需求持续下降，但后期或能因高均重边际回暖

前 2 个月存栏的下降已经开始驱动饲料总需求走弱，2024 年 1-2 月，全国工业饲料产量 4437 万吨，同比下降 3.6%，预计该趋势至少持续至今年 Q3。不过，因行业适度压栏增重，生猪均重略有提升。本年度预计存栏将是饲料需求的主导因素，后期随着赌市后的行为增加、均重进一步提升，饲料需求有望环比边际回暖。

#### 2、深加工需求同比旺盛，夏季预计还有季节性回暖空间

此前我们预期东南亚木薯迎来收获季之后，木薯淀粉有望反向替代部分玉米淀粉，但木薯供应并未明显改善，1-2 月木薯干进口 37.19 万吨，同比大幅下降 69%；木薯淀粉进口 58.45 万吨，同比下降 12%；木薯淀粉-玉米淀粉价差回调也有限。此外，淀粉糖对白糖的替代也因配方更改，大部分被固定下来。不过，淀粉糖的开机率以及淀粉企业的开机率与春节前相比仍有差距，主因食饮进入淡季。进入夏季后，有望季节性回暖。

图表 13: 工业饲料产量同比开始下降



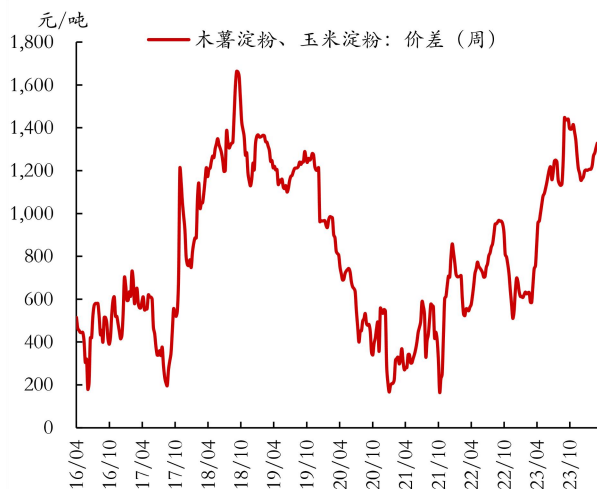
资料来源: 饲料工业协会、东证衍生品研究院

图表 14: 生猪均重环比略有提升



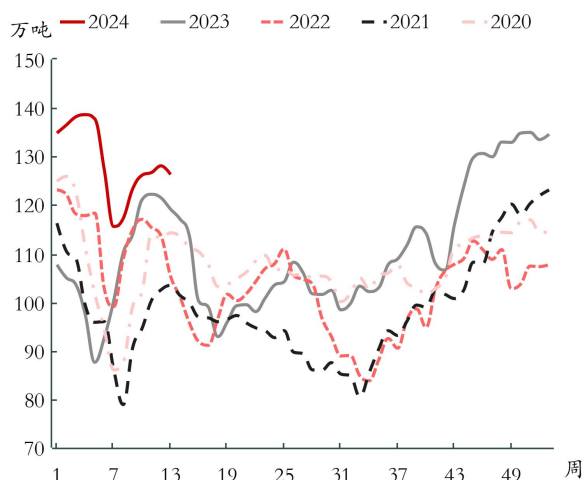
资料来源: Myagric、卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 15: 木薯淀粉-玉米淀粉价差回调有限



资料来源: Myagric、东证衍生品研究院

图表 16: 深加工玉米消费量同比较高, 但低于春节前



资料来源: Myagric、东证衍生品研究院

## 4、新季种植成本的降幅及传导性

### 1、新季种植成本支撑线降幅有望超 300 元/吨

目前距离东北春播还有约 1 个月的时间, 地租仍在博弈之中, 据草根调研反馈, 吉、辽普遍降幅较大, 近 30%, 黑龙江降幅稍小。当前东北地区土壤湿度略高于常年, 温度适宜, 预计有利于播种的进行。在地租降幅分别为 10%、20%、30%, 单产同比分别为持平、略减、微增的几种情景下, 种植成本降幅如下表所示; 此外, 农药、化肥等此前也跟随粮价水涨船高的成本预计也还有一定下降空间, 只是在总成本中占比较小, 影响不如地租。

**图表 17: 黑龙江种植成本降幅情景分析**

单产(吨/亩, 干粮)		同比-0%	同比-3%	同比+1%
地租(万/亩)		10.6	10.3	10.7
同比-10%, 回到 2022 年	1.17	-123	-89	-134
同比-16%, 回到 2021 年	1.09	-196	-164	-206
同比-30%	0.9	-368	-341	-376

注：成本降幅单位为元/吨。

资料来源：东证衍生品研究院

## 2、成本降幅的传导性

在 24/25 年供需不会明显转紧的条件下，成本降幅预计能够充分传导至玉米价格之上。初步预计，24/25 年度玉米平衡表可能会继续累库：

- **产量方面**，因大豆补贴较高、水稻上年收益较高，目前预计东北面积或因改种而同比下降，参考去年同比增长的幅度，今年降幅预计 5% 以内；若天气正常，单产预计同比基本持平，若遭遇一定的不利天气，在种子与种植技术改进的条件下单产同比降幅预计有限。
- **替代品供应方面**，如深度报告《能量原料的替代格局与平价关系》中所述，长周期看国内小麦预计已经回归过剩常态，中性预计饲用供应量或在 2000 万吨左右；国际饲用谷物转入宽松供应周期后，预计也需要较长时间才能完成产能和库存的充分去化，因此进口无配额限制的杂粮类饲用供给预计维持高位，进口玉米预计正常轮入轮出，储备量预计维持不变；稻谷或会视情而定少量拍卖。
- **需求方面**，如深度报告《玉米定价体系的重构与演化》中所述，人口的下降与肉类消费结构的转变均长期利空能量原料的饲用需求；此外近年养殖行业产能总体上仍偏过剩，供应还需进一步去化，这也意味存栏周期亦利空饲用需求。

即便今年地租降幅明显低于预期，预计也将以包地农户利润继续受损来收场，而难以阻碍玉米价格的下行，原因在于，地租下降的本质是上游包地环节利润的周期性回归，如果一个作物年度内下调不够充分，那么下一个作物年度将继续，而这也意味包地户种植利润不会太好。

图表 18：中国能量饲料原料总量（2024 年 3 月预测）

单位：万吨	22/23 E	23/24 F	24/25（初步预测）
进口饲用高粱	470	631	676
进口饲用大麦	546	1171	1261
进口 DDGS	7	10	10
小麦饲用量	3201	2619	2192
饲用稻谷实际消化量	1578	609	600
进口玉米市场消化量	1086	2228	1800
饲用木薯干	284	16	94
饲用进口碎米	29	0	0
饲用进口麦麸	44	43	48
饲用进口米糠	10	21	28
饲用替代总量	7256	7348	6708
饲用替代总量同比增减	-330	92	-640
能量谷物总需求	26456	26248	26008
yoy	1.4%	-0.8%	-0.9%

注：食用量已剔除，并已按能值系数折算。

资料来源：东证衍生品研究院

图表 19：中国玉米供需平衡表（2024 年 3 月预测）

单位		22/23 E	23/24 F	24/25（初步预测）
万公顷	播种面积	4205	4330	4265
公斤/公顷	单产	6210	6504	6411
万吨	产量	26114	28164	27344
	进口量	1871	2177	1800
	食用消费	1880	1880	1880
	饲用消费	19200	18900	19300
	工业消费	7500	7800	7800
	种用消费	126	127	127
	出口	1	1	1
	调节性储备净增加	500	1100	0
	进口玉米储备净增加	665	-51	0
	市场结余	-1887.2	584.2	35.6
	期初商业库存	4471	2583	3168
	期末商业库存	2583	3168	3203
	商业库消比	9.0%	11.0%	11%

资料来源：东证衍生品研究院

## 5、价格展望及投资建议

**二季度**，由于结转糙米和新陈小麦预计将先后流入饲用领域，加上大麦进口持续高位、全年进口预期上调，预计玉米价格将保持**偏弱震荡**。小麦由于增产预期基本在 5-6 月形成定局，其价格低点将大概率在二季度出现，随后或随饲用需求的释放而企稳甚至略有回升。另外，考虑到中下游补库需求仍在释放、国产玉米的增储总量达到 1100 万吨的预期基本能够实现、且东北玉米自身卖压已经大部分被消化，我们继续维持二季度价格低点将高于年前的判断。

**三季度**，预计**价格中枢**将随着玉米自身库存的消耗而**继续环比季节性小幅回暖**，但很难复现上一年度 7-8 月的上涨行情，**不宜过度乐观**。一方面，大麦进口居高难下，后期进口或继续超预期，且本年度的玉米期末库存预计明显不如上年紧张；另一方面，9 月之后的新玉米价格大幅下降的预期较强，也将大幅削弱贸易商的持粮惜售心理。

**单边策略上**，07 合约中线可关注逢低做多机会，但上方空间预计较小，9 月涉及新旧交接，09 合约或将先强后弱；11 月及其之后的合约可关注**长线沽空**机会。

**套利策略上**，建议继续关注 23/24 与 24/25 年度合约之间的**正套**机会，如 7-11、7-1、9-1 正套。

## 6、风险提示

天气；小麦产情；政策调控；新玉米面积下降超预期等。

**期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）**

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

**上海东证期货有限公司**

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。



## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)